

Andreas Benckendorff

Erwerb eigener Aktien
im deutschen und
US-amerikanischen Recht



Nomos Verlagsgesellschaft
Baden-Baden

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	19
Einleitung	27
A. Problemstellung	27
B. Zielsetzung	28
C. Gang der Untersuchung	28
Erster Teil: Grundlagen und Problematik des Erwerbs eigener Aktien	31
§ 1: Die rechtliche Ausgangslage	31
A. Begriffsbestimmungen	31
I. Begriff der Aktie	31
1. Die Aktie als Ausdruck der Mitgliedschaft	31
2. Aktie als Wertpapier	33
II. Begriff des Erwerbs eigener Aktien	33
III. Dogmatische Bedenken: Die Aktiengesellschaft als Erwerberin	33
IV. Vorratsaktien	35
B. Historischer Überblick über die Entwicklung des Verbots in Deutschland	36
I. Die Entwicklung bis 1931	36
II. Die Notverordnung vom 19. September 1931	39
1. Die Ursachen für eine Neuregelung des Erwerbs eigener Aktien	39
2. Der neue § 226 HGB	41
a) Grundsätzliches Erwerbsverbot	41
b) Hintergrund für die Einführung der 10%-Grenze	41
c) Weitere Regelungen	43
III. Die Entwicklung bis 1978	43
IV. Die Umsetzung der Kapitalrichtlinie 1978	44
V. Heutige Ausgangslage	45
§ 2: Beweggründe für den Erwerb eigener Aktien	49
A. Erwerb eigener Aktien als Instrument des Finanzmanagements	49
I. Ausschüttung von Eigenmitteln	49
II. Erhöhung der Eigenkapitalrendite und Senkung der Kapitalkosten	51
III. Kapitalherabsetzung	53
IV. Rückkauf eigener Aktien im Zusammenhang mit Dividenden	54
1. Alternative zur Dividendenausschüttung	54
2. Stabile Dividendenpolitik	55
V. Erwerb eigener Aktien aufgrund ihrer Unterbewertung	56
VI. Aktiennotierung an einer ausländischen Börse	57
VII. Kurspflege	58

VIII. Rückkauf eigener Aktien unter dem Shareholder-Value-Aspekt	59
1. Der Shareholder-Value-Ansatz	59
2. Maßnahmen zur Steigerung des Shareholder-Value	59
B. Einfluß auf die Eigentümerstruktur	60
I. Abwehr von Übernahmeversuchen	60
1. Rückerwerb als präventives Abwehrinstrument	61
2. Rückerwerb zur Abwehr gegenwärtiger Übernahmeversuche	62
II. Durchführung von Mitarbeiterbeteiligungen	63
III. Geschlossene Aktiengesellschaften	64
IV. Elimination von Kleinstbeteiligungen	65
V. Erwerb eigener Aktien im Zusammenhang mit Verschmelzungen	66
VI. Eingehen wechselseitiger Beteiligungen	67
VII. Abfindung außenstehender Aktionäre bei Konzernierung	68
C. Erwerb im Geschäftsbetrieb der Kreditinstitute	68
I. Kommissionsgeschäfte	68
II. Erfüllung der Market-Maker Funktion	69
1. Over-the-Counter-Markt (außerbörslicher Aktienhandel)	69
2. Deutsche Terminbörse	70
III. Hedging	70
IV. Arbitragegeschäfte	71
D. Zusammenfassung	71
§ 3: Erwerbsmethoden	73
A. Rückkauf über die Börse („open market repurchase“)	73
B. Öffentliches Rückkaufangebot („self tender offer“)	74
I. Angebot zu Festpreis („fixed price tender offer“)	74
II. Preisspannenangebot („dutch auction tender offer“)	76
III. Übertragbare Verkaufsoptionen („transferable put rights“)	77
C. Der individuell ausgehandelte Rückkauf („negotiated repurchase“)	78
D. Würdigung	79
§ 4: Gefahren und Probleme des Rückerwerbs eigener Aktien	81
A. Vermögensbindung und Gefährdung der Gläubiger	81
I. Funktion des Grundkapitals	82
1. Garantiefunktion	82
2. Betriebskapitalfunktion	83
II. Gefährdung der Gläubiger durch Erwerb eigener Aktien?	84
III. Gefährdung der Kapitalaufbringung	86
IV. Preisgestaltung und verdeckte Einlagenrückgewähr	86

B.	Gefahren und Risiken für Gesellschaft und Aktionäre	88
I.	Abfluß von Kapital	88
II.	Einflußnahme der Verwaltung auf die Eigentümerstruktur	89
III.	Ungleichbehandlung	90
IV.	Bezugsrechte bei Wiederveräußerung der eigenen Aktien	91
C.	Gefahren und Risiken für den Kapitalmarkt	91
I.	Kursmanipulation	91
II.	Insiderhandel	92
D.	Bewertung eines Verbots des Erwerbs eigener Aktien	93

Zweiter Teil: Die rechtlichen Rahmenbedingungen in den USA 99

§ 5: Einzelstaatliches Gesellschaftsrecht 99

A.	Bedeutung des Erwerbs eigener Aktien in den USA	99
B.	Einzelstaatliches Gesellschaftsrecht und bundesrechtliches Kapitalmarktrecht	100
I.	Einzelstaatliches Gesellschaftsrecht	100
II.	Revised Model Business Corporation Act	101
III.	Bundesstaatliches Kapitalmarktrecht	101
C.	Historische Entwicklung des Ruckerwerbs eigener Aktien in den USA	102
I.	Überblick über die historische Entwicklung	102
1.	Die Entwicklung der „majority rule“	102
2.	Die „minority rule“	104
3.	Die Kodifizierung der „majority rule“	106
II.	Das Nennkapitalsystem im US-amerikanischen Recht	107
D.	Die finanziellen Beschränkungen des Ruckerwerbs eigener Aktien	109
I.	Beschränkungen im „klassischen“ Nennkapitalsystem	110
1.	Der „surplus test“: New York und Delaware	111
a)	Umgehungsmöglichkeiten der Beschränkungen	111
aa)	„Reduction surplus“	111
bb)	„Revaluation surplus“	113
b)	Ausnahmen von den Beschränkungen	114
2.	Der „earned surplus test“: MBCA	115
a)	Umgehungsmöglichkeiten dieser Beschränkungen	116
b)	Ausnahmen	117
3.	Der „insolvency test“	117
II.	Finanzielle Beschränkungen in den modernen Gesellschaftsrechten	119
1.	Die Regelungen des California Corporations Code	120
a)	Der „equity insolvency test“ nach § 501 Cal.Corp.Code	121
b)	Die Finanztests des § 500 Cal.Corp.Code	121
aa)	Der „retained earnings test“	121
bb)	Der kombinierte „assets/liabilities test“	122
cc)	Schutz von Vorzugsaktionären	124
2.	Der Revised Model Business Corporation Act	124
a)	Der „equity insolvency test“	124

b) Der „balance sheet test“	125
III. Bewertung der finanziellen Beschränkungen	127
IV. Vertragliche Beschränkungen	129
E. Aktionärsschutz: Fiduziarische Bindung der Verwaltung	130
I. Überblick	130
II. Abwehrmaßnahmen gegen unerwünschte Übernahmeveruche	132
III. Ansicht der Literatur	135
IV. Zusammenfassung	136
F. „Redemption“: Rückerwerbbarer Aktien	137
I. Gründe für die Ausgabe von „redeemable shares“	137
II. Die Regelung der „redeemable shares“	138
III. Zusammenfassung	139
G. „Installment Repurchase“: Rückerwerb eigener Aktien gegen Ratenzahlung	139
I. Der Ansatz der alten Gesellschaftsrechte	140
1. Die „insolvency cutoff rule“	140
2. Der „surplus test“	140
3. Die Stellung der verkaufenden Aktionäre	142
II. Der Ansatz der modernen Gesellschaftsrechte	142
1. Ansatz des RMBCA	143
2. Ansatz des California Corporations Code	143
III. Zusammenfassung	144
H. Bilanzierung eigener Aktien	144
I. Im Nennkapitalsystem	145
1. Das Konzept der „treasury shares“	145
2. Halten und Bilanzieren eigener Aktien	146
a) Halten	146
b) Bilanzieren	147
II. Im nennwertlosen System	150
J. Die Wiederveräußerung eigener Aktien: Bezugsrechte für die Aktionäre?	151
K. Erwerb durch Tochtergesellschaft	154
I. Finanzielle Beschränkungen	154
II. Stimmrechtsmacht der Tochtergesellschaft	156
III. Internationales Privatrecht: Erwerb durch eine ausländische Tochtergesellschaft	157
L. Haftung bei Verstoß gegen die finanziellen Beschränkungen	157
I. Haftung der „directors“	157
II. Haftung der verkaufenden Aktionäre	159
III. Aktivlegitimation	160
§ 6: Bundesstaatliches Kapitalmarktrecht	163
A. Kursmanipulation	163
I. Section 9(a)(2) des SEA von 1934	163
II. Rule 10b-5: Manipulations- und Täuschungsverbot	164

III.	Rückerwerb eigener Aktien über die Börse („open market repurchase“): Rule 10b-18	168
	1. Überblick	168
	2. Voraussetzungen der Rule 10b-18	169
	a) Art und Weise des Rückerwerbs	170
	b) Zeitpunkt des Rückerwerbs	170
	c) Rückerwerbspreis	171
	d) Rückkaufvolumen	171
IV.	Kurspflege während der Emission junger Aktien: Rule 10b-6	172
B.	Williams Act von 1968: Die Regelung von „tender offers“	172
I.	§ 13(e) des SEA von 1934	173
	1. Rule 13e-4: Aktienrückerwerb durch „tender offer“	173
	a) Begriff des „tender offer“	174
	b) Publizitätspflichten	175
	c) Art und Weise der Durchführung eines „tender offer“	177
	2. Rückerwerb eigener Aktien während eines laufenden Übernahmeangebots von dritter Seite: Rule 13e-1	180
	3. Rückerwerb eigener Aktien zum Zwecke des Going Private: Rule 13e-3	180
II.	§ 14(e) SEA und Rule 14e-1	181
C.	Bewertung der rechtlichen Rahmenbedingungen in den USA	181
I.	Flexibilisierung der Unternehmensfinanzierung	182
II.	Auswirkungen auf Kapitalmarkt	183
III.	Gläubigerschutz	183
IV.	Aktionärs- und Anlegerschutz	184

Dritter Teil: Die rechtlichen Rahmenbedingungen in Europa und Deutschland 187

§ 7: Erwerb eigener Aktien und europäisches Gemeinschaftsrecht 187

A.	Die Kapitalrichtlinie von 1976	187
I.	Gegenstand und Zielsetzung	187
II.	Der Erwerb eigener Aktien nach der Kapitalrichtlinie	188
	1. Verbot des originären Erwerbs eigener Aktien	188
	2. Die Beschränkung des derivativen Erwerbs eigener Aktien	189
	a) Beschränkungen des Aktienrückerwerbs nach Art. 19	190
	aa) Erwerb eigener Aktien aufgrund eines Hauptver- samlungsbeschlusses als Regelfall	190
	bb) Materielle Beschränkungen	191
	b) Ausnahmen von der Beschränkung gem. Art. 20	192
III.	Halten und Bilanzieren der eigenen Aktien	193
	1. Rechte aus eigenen Aktien	193
	2. Pflicht zur Rücklagenbildung	194
	3. Publizitätspflichten	194
IV.	Sanktionen bei einem unzulässigen Erwerb	194

V.	Umgehungstatbestände	195
	1. Umgehungsgeschäfte	195
	2. Die Inpfandnahme eigener Aktien	195
VI.	Die Wiederveräußerung eigener Aktien	196
VII.	Rückerwerbbar Aktien	197
	1. Gründe für die Ausgabe rückerwerbbarer Aktien	197
	2. Die Regelung der rückerwerbbar Aktien in der Richtlinie	198
VIII.	Der Erwerb eigener Aktien durch Tochtergesellschaften	200
	1. Vorentwurf einer Konzernrechtsrichtlinie	200
	2. Änderung der Kapitalrichtlinie durch die Richtlinie 101/92/EWG	201
	a) Grundsatz des neu eingefügten Art. 24 a	201
	b) Der Begriff der Tochtergesellschaft in Art. 24 a	202
	c) Ausnahmemöglichkeiten	203
B.	Die geplante Übernahmerichtlinie	204
	I. Der Vorschlag für eine Richtlinie über Übernahmeangebote vom November 1997	204
	II. Der Erwerb eigener Aktien nach der Übernahmerichtlinie	205
	1. Einschränkung des Rückerwerbs bei Vorliegen eines Übernahmeangebots	205
	2. Kritik des Wirtschafts- und Sozialausschusses	207
C.	Zusammenfassung	207
 § 8: Die rechtlichen Rahmenbedingungen in Deutschland		209
A.	Grundsätze der Regelung des Erwerbs eigener Aktien	209
	I. Die grundsätzliche Zulässigkeit des Erwerbs eigener Aktien nach § 71 I AktG	209
	II. Beschränkte Zulässigkeit des Erwerbs eigener Aktien	212
	1. Erwerb zur Schadensabwehr - § 71 I Nr. 1 AktG	212
	a) Allgemeines	212
	b) Abkauf von Anfechtungsklagen	214
	c) Kurspflege	216
	d) Rückerwerb eigener Aktien als Abwehr eines feindlichen Übernahmeversuchs: Die sog. „Überfremdung“	217
	2. Erwerb zur Ausgabe von Belegschaftsaktien - § 71 I Nr. 2 AktG	220
	3. Erwerb zur Abfindung von Aktionären - § 71 I Nr. 3 AktG	221
	4. Erwerb zum Zwecke des Wertpapierhandels durch Kredit- oder Finanzinstitute - § 71 I Nr. 7 AktG	222
	5. Erwerb aufgrund eines Hauptversammlungsbeschlusses - § 71 I Nr. 8 AktG	223
	a) Zweck des Erwerbs eigener Aktien	224
	b) Erwerbspreis, Erwerbsvolumen und Laufzeit der Ermächtigung	227
	c) Einzelheiten des Erwerbs	227
	6. Einschränkungen des Erwerbs eigener Aktien in den Fällen des § 71 I Nr. 1 bis 3, 7 und 8 AktG	227
	a) Die 10%ige Obergrenze nach § 71 II 1 AktG	227

b)	Finanzielle Beschränkungen: Die Pflicht zur Rücklagenbildung nach § 71 II 2 AktG	228
aa)	Allgemeines	228
bb)	Das Verhältnis zu § 58 AktG	229
cc)	Ratenzahlung	231
c)	Voll eingezahlte Aktien	232
III.	Unbeschränkte Zulässigkeit des Erwerbs eigener Aktien	232
1.	Unentgeltlicher Erwerb und Kommissionsgeschäfte - § 71 I Nr. 4 AktG	233
2.	Erwerb durch Gesamtrechtsnachfolge - § 71 I Nr. 5 AktG	233
3.	Erwerb zur Einziehung - § 71 I Nr. 6 AktG	234
IV.	Würdigung	234
B.	Weitere Aspekte des Erwerbs eigener Aktien	235
I.	Erwerbspreis und Einlagenrückgewähr	235
1.	Prämienzahlung	237
2.	Paketzuschlag	238
3.	Rechtsfolgen eines überhöhten Erwerbspreises	239
4.	Schutz durch Gutgläubigkeit?	242
II.	Das Gleichbehandlungsgebot beim Erwerb eigener Aktien	242
1.	Gleichbehandlung und Erwerb über die Börse	243
2.	Gleichbehandlung und öffentliches Rückkaufangebot	244
3.	Gleichbehandlung und „negotiated repurchase“	244
4.	Gleichbehandlung und die Ausgabe von Verkaufsoptionen („transferable put rights“)	247
a)	Zulässigkeit der Ausgabe von Verkaufsoptionen auf eigene Aktien	247
b)	Gleichbehandlung	249
5.	Rechtsfolgen eines Verstoßes gegen das Gleichbehandlungsgebot	250
6.	Ansatz des KonTraG	252
III.	Rechte aus eigenen Aktien	252
IV.	Rechtsfolgen eines unzulässigen Erwerbs	254
1.	Wirksamkeit des Erwerbsgeschäfts	254
2.	Veräußerungs- und Einziehungspflichten nach § 71 c AktG	254
a)	Veräußerungspflicht des § 71 c I AktG	255
b)	Veräußerungspflicht nach § 71 c II AktG	255
c)	Einziehungspflicht nach § 71 c III AktG	256
d)	Sanktionen bei Nichtbeachtung	256
V.	Haftung und Schadensersatzansprüche bei einem verbotswidrigen Erwerb	256
1.	Haftung der veräußernden Aktionäre	256
2.	Haftung des Vorstandes	257
VI.	Umgehungstatbestände	258
1.	Umgehungsgeschäfte nach § 71 a AktG	258
a)	Finanzierungsgeschäfte: § 71 a I AktG	258
b)	Einschaltung eines mittelbaren Stellvertreters: §§ 71 a II, 71 d S. 1 AktG	259
2.	Inpfandnahme eigener Aktien nach § 71 e AktG	261
VII.	Bilanzieren und Halten eigener Aktien	262

1.	Bisher geltendes Recht	262
2.	Änderungen durch das KonTraG	263
VIII.	Publizitätspflichten zur Schaffung von Transparenz im Aktiengesetz	264
1.	Berichtspflicht nach § 71 III 1 AktG	265
a)	Bisher geltendes Recht	265
b)	Änderungen durch das KonTraG	265
2.	Pflichtangaben im Anhang nach § 160 I Nr. 2 AktG	266
a)	Bestandsangabe nach § 160 I Nr. 2 S. 1 AktG	267
b)	Bericht über Bestandsveränderungen nach § 160 I Nr. 2 S. 2 AktG	268
IX.	Erwerb eigener Aktien durch Tochterunternehmen	268
1.	Ausdehnung der Erwerbsregeln auf Tochterunternehmen	269
2.	Einschränkungen des Erwerbs	270
a)	Erwerbstatbestände des § 71 I AktG	270
b)	Die 10%ige Obergrenze	272
c)	Pflicht zur Rücklagenbildung	272
3.	Rechtsfolgen des Erwerbs eigener Aktien durch das Tochterunternehmen	273
a)	Zurechnung der Aktien	273
b)	Rechtsfolgen eines unzulässigen Erwerbs	273
c)	Rechte aus Aktien der Muttergesellschaft	274
d)	Veräußerungs- und Verschaffungspflichten	275
aa)	Veräußerungspflicht der Muttergesellschaft	275
bb)	Verschaffungspflicht des Tochterunternehmens	276
4.	Internationales Privatrecht: Erwerb durch ausländisches Tochterunternehmen	277
X.	Wiederveräußerung eigener Aktien	278
1.	Auswirkungen der Erwerbsumstände auf spätere Veräußerung	279
2.	Bezugsrechte bei Wiederveräußerung?	280
3.	Gleichbehandlungspflicht nach § 53 a AktG	282
4.	Ansatz des KonTraG	284
a)	Beschränkungen durch Erwerbszweck und Gleichbehandlungsgrundsatz	284
b)	Bezugsrechte bei Wiederveräußerung?	285
XI.	Würdigung	286
C.	Kapitalmarktrechtliche Aspekte des Erwerbs eigener Aktien	287
I.	Regelpublizität	287
II.	Ad hoc-Publizität nach § 15 WpHG	288
1.	Nicht öffentlich bekannte Tatsache	288
2.	Hinreichende Konkretisierung des Erwerbsentschlusses	289
3.	Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung	289
4.	Ergebnis	290
III.	Mitteilungspflichten nach § 21 WpHG	291
1.	Bisher geltendes Recht	291
2.	Änderungen durch das KonTraG	292
IV.	Würdigung der kapitalmarktrechtlichen Publizitätspflichten	292

Vierter Teil: Schluß	295
§ 9: Vergleichende Schlußbetrachtung	295
A. Vergleich und Schlußfolgerungen für eine künftige Neuregelung des Erwerbs eigener Aktien	295
I. Gläubigerschutz und Sicherung des Gesellschaftskapitals	296
1. Finanzielle Beschränkungen	297
2. Mengenmäßige Beschränkungen	299
3. Rückerwerbzbare Aktien	300
II. Aktionärsschutz	302
1. Zuständigkeit für den Erwerb	303
2. Gleichbehandlung und Erwerbsmethoden	305
3. Mengenmäßige Beschränkung	308
4. Die Wiederveräußerung eigener Aktien	309
5. Informationspflichten zur Schaffung von Transparenz	310
6. Sonstige Bestimmungen	311
a) Schutz vor zu hohen Erwerbspreisen	311
b) Rechte aus eigenen Aktien	311
III. Kapitalmarkt- und Anlegerschutz	311
1. Transparenz als Schutz vor Manipulation	312
2. Transparenz als Voraussetzung für eine rationale Investitionsentscheidung	
B. Fazit	

Literaturverzeichnis	319
-----------------------------	-----

